

周度经济观察

——权益市场或已进入底部区域

袁方¹ 束加沛（联系人）² 章森（联系人）³

2022 年 1 月 11 日

内容提要

尽管当前房地产融资政策持续放松，但房地产全行业的流动性压力犹存，信用分层的情况依然严重。房地产企业新开工、拿地以及投资的企稳尚需时间，其对经济的影响偏负面。

美国通胀的持续上行以及美联储因此开启的加息、缩表，无疑会对全球资本流动和风险偏好形成影响。但考虑到市场正在对这一前景定价，且美联储与市场的沟通充分，美股目前尚没有快速转入熊市的迹象，其对国内股市的拖累有限。

当前国内市场的下跌吸收了诸多不利因素，市场或已进入底部区域，在市场夯实调整的过程中，继续等待政策效果的确认。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

3 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、房地产行业流动性压力尚存

当前房地产企业债券价格仍在低位震荡，反映债券市场参与者仍在等待房地产行业流动性的实质改善。与此同时权益市场上房地产企业股价自去年 11 月底触底反弹，暗示市场在对其基本面乃至长期竞争格局改善的预期进行定价。

尽管房地产融资政策持续放松，但房地产全行业的流动性压力仍存，尤其民营房企的融资难言乐观，民营房企在债券发行、开发贷获取、信托融资层面均存在不小压力。而头部的央企和国企在流动性层面相对充裕，房地产行业融资层面的分化明显。

这一分化在销售端也有体现。12 月第三方的销售数据显示有风险的房企销售出现回落，而优质房企的销售在 12 月大幅回升，进而推动总体的销售回暖。从 30 大中城市数据显示的情况来看，去年底销售的回暖偏短期，今年以来销售重新下行并低于季节性，因此商品房销售回升的持续性仍需密切跟踪。

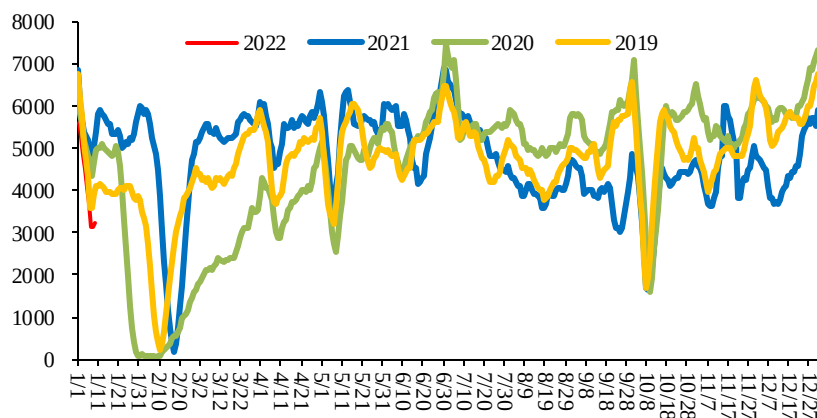
当前金融系统对房地产行业流动性支持无疑在增加，但在偏严的预售资金监管，以及金融机构顺周期行为的影响下，民营企业流动性压力的缓解或许还需要时间等待。

相应的，即便是在信贷环境放松、商品房销售止跌回升的情况下，房地产企业新开工、拿地以及投资可能短期仍然难以企稳。

重要的原因在于，在三条红线、贷款集中度以及严格的预售资金监管影响下，过去房地产企业通过抬高资金周转来提升盈利的模式将难以维系，这使得房地产行业的新开工、投资将出现中枢下沉，同时长期销售预期的转弱，去年拿地的减

少，也会推动今年房地产新开工和投资向更低水平靠拢，进而对宏观经济形成负面拖累。

图1：30大中城市商品房成交套数（7D，MMA）



数据来源：Wind，安信证券

近期陕西、河南、天津等地出现疫情扩散，国内舆论对各地疫情防控手段的讨论热烈，民众对科学、精准的疫情防控政策呼声较高。与此同时，尽管海外疫情形势再度恶化，但新型毒株 Omicron 的重症率和致死率似乎弱于德尔塔，海外疫情防控措施并未明显调整。

结合当前国内外的疫情发展和防控形势来看，今年我国疫情防控政策的严格程度在年度层面可能将弱于去年，社交隔离措施的放松有助于消费场景的实现，在客观上有望推动消费活动的恢复。同时值得注意的是，伴随民众对疫情认识的深化以及新型毒株导致的重症率的下降，从今年全年来看，可能会出现居民主动消费倾向的回升，实际上这一倾向的回升在去年已经出现，而在今年这一过程有望延续。

疫情爆发以来，消费倾向的变化是影响消费活动的主要因素，今年在居民收入保持平稳的背景下，消费场景的客观恢复以及主观消费倾向的回升，将共同推

动今年消费活动回暖。不过消费恢复的节奏与疫情的发展、以及防控政策的严格程度高度相关，仍需密切留意追踪。

二、权益市场进入底部区域

上周权益市场大幅调整，各类指数均出现下跌，这周以来市场弱势震荡。过去一周地产、银行、家电、建筑、建材等顺周期行业表现偏强，而电力设备、军工、公用事业、有色等偏向新能源和成长的行业表现较弱。

新能源链条的剧烈调整可能与其估值相对较高、政策预期转弱有关，同时由于机构持仓集中，市场的跌幅较大。这一轮市场下跌的宏观背景与 2021 年 2 月下旬有相似之处，比如热门板块估值处于历史极值水平、交易相当拥挤；美债收益率的快速上行与股市的调整同步进行。

回头来看，当时美债收益率的上行或许不是导致国内股市下跌的根本原因，后期尽管美债收益率仍在上行，但市场已经企稳。盈利的走向对市场的影响更为主导，经历完 2 月下旬的下跌后，成长板块指数持续上行，而消费板块中枢下沉，两者之间的分化主要反映了景气度的变化。

站在当下，美国通胀的持续上行以及美联储因此开启的加息、缩表，无疑会对全球资本流动和风险偏好形成影响，但考虑到市场正在逐步对这一前景进行定价，并且美联储与市场的沟通充分，美股目前尚没有快速转入熊市的迹象，其对国内股市的拖累有限。

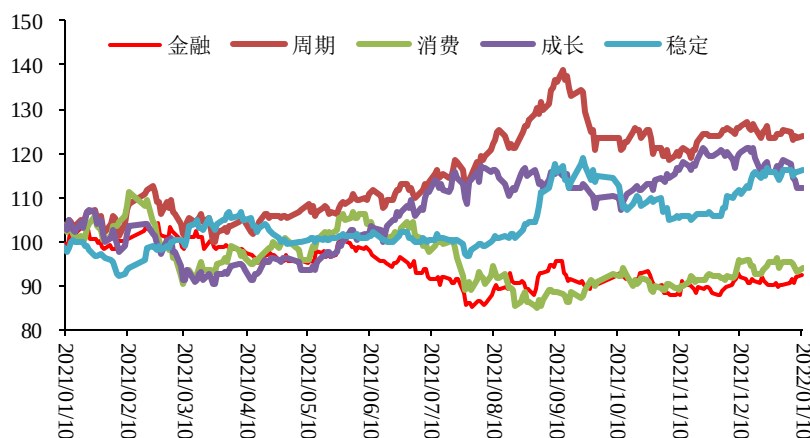
未来国内市场的走向主要取决于稳增长政策落地的效果。尽管当前市场在对基建发力、房地产政策执行的纠偏进行定价，但总体来看市场的预期较弱。从自上而下的角度看，一季度可以追踪的信息包括信贷投放的情况、流动性环境的松

紧、基建项目落地的节奏、春节期间消费的恢复状况，这些信息的确认将有助于市场方向的形成。

从现有的数据来看，监管机构在引导商业银行增加主动信贷投放，因此尽管终端需求偏弱，但一季度供应端主导的信贷开门红有望实现；面对经济下行的压力，央行表态积极，一季度 MLF 的下调值得期待，债券市场已经对这一场景进行了定价；基建领域，监管机构在压实地方责任，把专项债的使用纳入考核，以解决地方政府意愿偏弱的问题，因此基建增速有望从当前 0 附近的水平快速上行；春节消费层面，疫情的不确定性、以及防控政策及对消费的影响值得紧密追踪观察。

因此合并而言，我们倾向于认为当前市场的下跌吸收了诸多不利因素，市场或已进入底部区域，在夯实调整的过程中，继续等待政策效果的确认。

图2：各风格指数



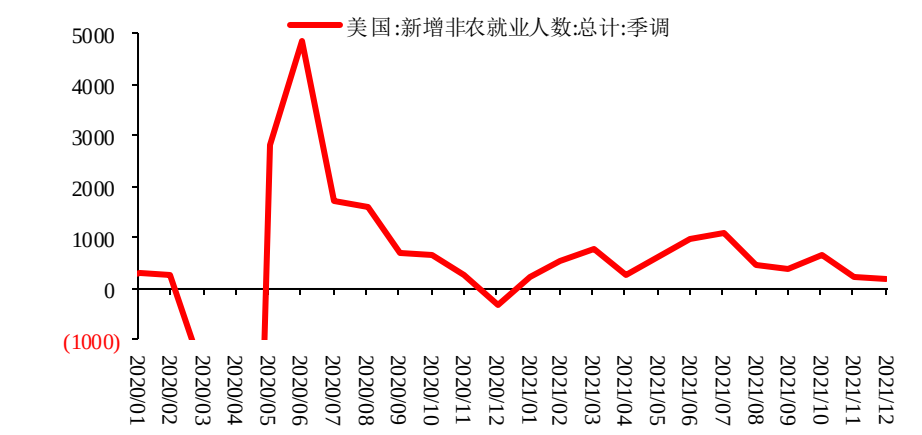
数据来源：Wind，安信证券

以 2020 年 12 月 31 日为 100

三、海外市场正在吸收政策提前收紧的冲击

尽管美国 12 月非农就业新增人数远低于市场预期的 44 万人，仅录得 19.9 万人，创 2021 年新低。但是，零售业、休闲和酒店业就业表现回暖，失业率进一步接近疫情前水平，总体上显示出美国就业市场的恢复节奏并未出现明显放缓，进而难以牵制美联储加快政策正常化的进程。

图3：美国非农就业当月新增人数，千人

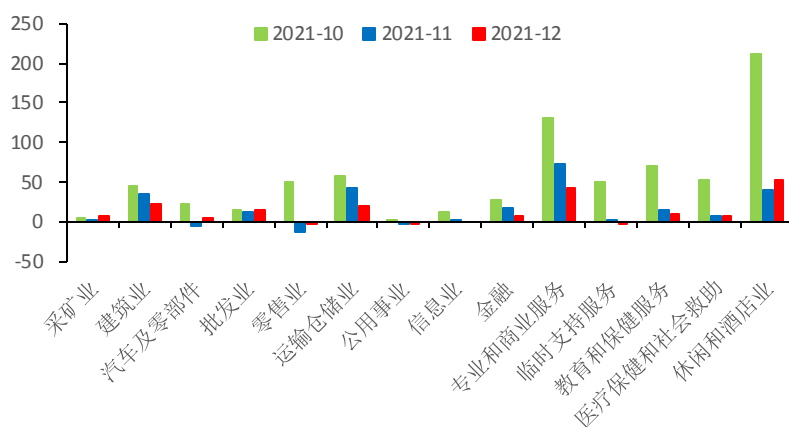


数据来源：Wind，安信证券

从非农分项数据来看，休闲和酒店业、零售业新增就业人数的环比表现较好，暗示 12 月美国疫情的恶化并未对服务业产生明显冲击，这与美国 12 月服务业 PMI 的表现也较为一致。临时支持服务就业连续两个月保持低迷，或与居民偏低的就业意愿有关。

尽管财政补贴四季度基本退出，但居民储蓄和财产性收入的保障，叠加提前退休、偏好非接触型或线上办公岗位等就业倾向的变化，使得劳动力供应始终偏紧。诸如运输仓储业等行业的就业表现不佳，也不利于缓解供应链瓶颈，进而对通胀维持高位提供了支撑。

图4：美国非农新增就业分项，千人

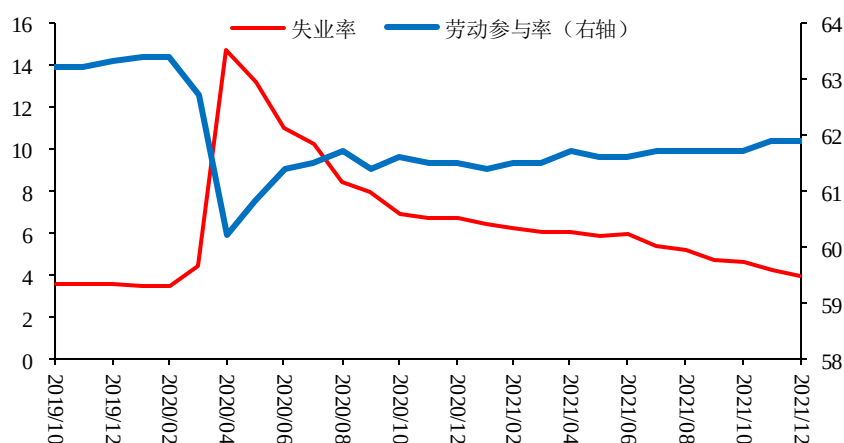


数据来源：Wind，安信证券

失业率继续下降 0.3 个百分点至疫情以来最低的 3.9%，距离疫情前水平仅相差 0.4 个百分点。而劳动参与率仍维持 61.9%，距离疫情前水平仍有 1.5 个百分点。

结合当周失业救济金初次申领人数、以及“小非农”ADP 就业等数据的表现来看，美国就业市场的恢复仍在平稳进行之中，受疫情冲击和节日到来的影响可能并不大。

图5：失业率和劳动参与率，%

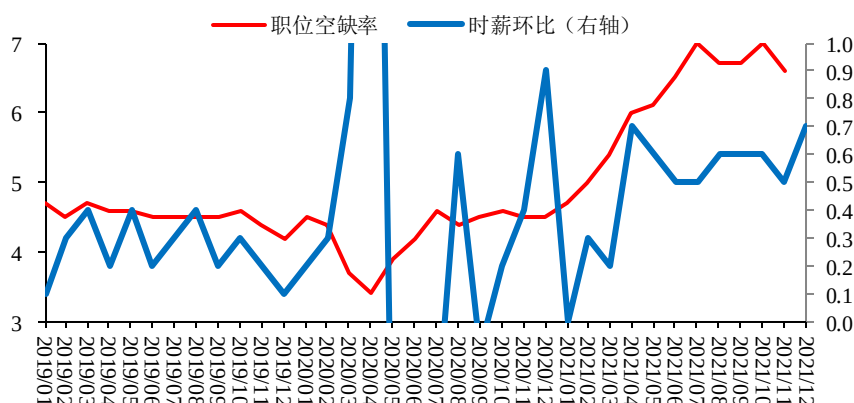


数据来源：Wind，安信证券

职位空缺率（6.6%）和时薪环比增速（0.7%）维持历史高位，显示出劳动力市场供需关系仍然偏紧。在美国经济复苏较为平稳的背景下，企业用工需求尚在，

而供应端却受制于居民就业意愿的低迷。未来劳动力短缺和工资上涨的持续存在，对通胀预期构成了威胁，这可能会进一步加速美联储货币政策正常化的节奏。

图6：职位空缺率与时薪环比增速，%



数据来源：Wind，安信证券；职位空缺率数据截至 2021 年 11 月。

市场对非农数据反应平淡，美股上周五收盘走低，美元指数小幅回落。事实上，非农走弱进而促使联储放缓政策退出节奏的逻辑在去年四季度已基本不再适用，这主要是因为疫情冲击的特殊性使得货币政策无法解决劳动力市场的结构性问题。

此前鲍威尔所声称的判断充分就业的广谱数据，在非农就业人数之外还包括失业率、劳动参与率、少数族裔群体就业情况等指标。这使得美联储不必完全等

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35883

